



宏观研究

通缩趋势已经明确

2020年05月12日

投资要点

分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@ykzq.com

分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@ykzq.com

近期报告

《江浙地区的小微金融给我们什么启示》

2020-03-20

《粤港澳大湾区制造业如何转型升级——

粤港澳大湾区研究系列之 13》2020-03-25

《赤字、特别国债与消费驱动》

2020-03-27

《52 的 PMI 意味着经济复苏吗》

2020-03-31

《深圳如何建设先行示范区——粤港澳大

湾区研究系列之 14》2020-03-31

通缩趋势已经明确

PPI 的通缩压力将进一步加剧，而 CPI 的通缩压力将在数据上体现得更明显，通缩趋势已经明确。

一是今年 7 月起，CPI 的翘尾将下降到 3% 以下。4 月 CPI 翘尾 3.2%，新涨价因素只有 0.1%，翘尾将继续是后续影响 CPI 同比的重要组成。根据计算，今年 5 月、6 月 CPI 翘尾依然有 3.2% 和 3.3%，但 7 月开始快速回落。

二是海外疫情扩散对出口的影响还没有完全体现，5 月开始中国出口增速可能会明显回落，一些消费品在国内供过于求，从而有降价压力。

三是高社融对总需求的拉动可能有限。4 月金融数据亮眼，新增社融 3.1 万亿，其中贷款新增 1.7 万亿，均大超市场预期，这种信用周期再扩张的趋势，主要由政府基建和居民购房恢复驱动。但在就业压力下，消费报复性恢复难以持续。在不看好未来需求的情况下，企业增加资本开支的意愿也不足。4 月 M1 环比下降 4850 亿，M1 同比虽从 5.0% 上升到 5.5%，但主要由翘尾推动（翘尾从 5.2% 提高到 6.6%），且 M1-M2 剪刀差的跌幅扩大，企业拿到资金后的实际使用效率在下降。

在预期悲观的情况下，高社融对实体经济的拉动作用，可能要比经验规律显示的要弱得多，总需求可能持续低迷，这加大了通缩压力。

风险提示：

原油减产超预期



图表目录

图表 1：7 月开始 CPI 翘尾将快速回落.....	4
图表 2：中韩两国的新冠肺炎政府响应严厉指数.....	5



4月CPI同比3.3%，较前值4.3%明显回落，也低于市场预期的3.7%。翘尾为3.2%，新涨价因素为0.1%。

交通物流恢复、天气转暖和生猪补栏，带动4月CPI环比下降0.9%，跌幅明显大于前三年4月的均值0%。CPI食品项环比下降3.0%，拖累4月CPI环比下降0.7个百分点。其中，天气转暖后鲜菜供应量增加，鲜菜项环比在3月下跌12.2%的基础上，4月继续下跌8.0%；能繁母猪存栏2019年9月底后持续增加，生猪存栏量同比从2019年四季度的-27.5%大幅收窄至今年一季度的-14.4%，生猪补栏和猪肉供给增加，带动CPI猪肉项环比下跌7.6%。

4月CPI食品烟酒项同比11.3%，影响CPI同比上涨3.4个百分点。猪肉项同比从116.4%下滑到96.9%，同比涨幅今年首次降到100%以内，但猪肉仍是CPI的最核心支撑，拉动CPI同比上涨2.36个百分点，贡献率达71.5%，甚至比3月的64.9%还高。去年4月中旬水果价格开始暴涨，高基数下CPI鲜果项同比跌幅，从3月的6.1%扩大至10.5%。

除食品烟酒外的七大项，同比下降0.1%。由于国际油价下跌，CPI交通和通信项的同比，从-3.8%下滑至-4.9%，其中交通工具用燃料项同比从-14.6%大跌到-20.5%。CPI其它用品和服务同比4.8%，是除食品烟酒项外的七大项中同比涨幅最大的，可能和疫情之下，一些服务涨价有关。

4月核心CPI同比1.1%，较2月小幅回落0.1个百分点，创2013年有统计以来的次低，仅高于今年2月的1.0%。反映了复工复产有序推进但终端需求不足的矛盾，核心CPI同比可能持续处于低位。

4月PPI环比-1.3%，同比-3.1%，两者的跌幅都在扩大，表明工业品通缩加剧。和以往一样，波动主要由生产资料贡献，4月它的环比、同比分别为-1.8%和-4.5%，而前值是-1.2%和-2.4%。

关于PPI，我们需要关注两点：

第一，4月上游的采掘工业、原材料工业和加工工业，PPI环比跌幅都在扩大。采掘工业PPI环比从-3.5%下滑到-7.2%，降幅最为明显，和油价下跌有一定关系。但4月生产资料价格跌幅的扩大，是在国内物流梗阻基本打通、地产和基建项目赶工期的情况下发生的，后续赶工期的需求消退、工业企业生产继续恢复，工业品供过于求的压力将进一步加剧。这也意味着，后面我们没必要担忧工业消费品带来的CPI通胀压力。

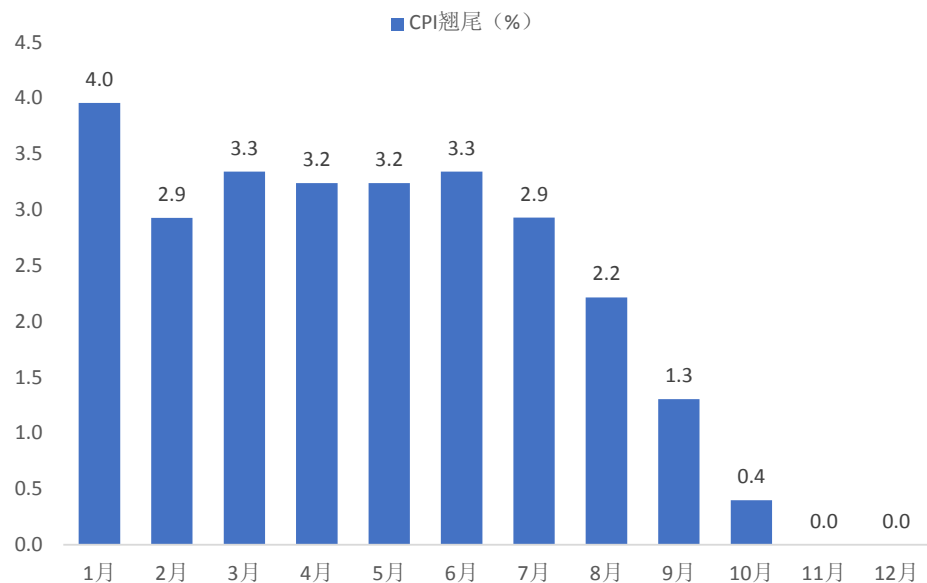
第二，需求不足可能是工业企业面临的长期问题。相比于需求，生产恢复得更快，根据4月采购经理调查，截至4月25日全国大中型企业复工率为98.5%，但高达57.7%的调查企业反映订单不足，部分企业反映市场需求疲软，产品销售面临困难，订单回补尚需时日。往后看，外需最差的时候还没有到来，内需难以完全对冲外需下滑，订单不足可能会持续困扰着企业。

我们认为，通缩趋势已经明确，下一阶段物价的核心矛盾是防范通缩。前面分析过，PPI的通缩压力将进一步加剧，而CPI的通缩压力将在数据上体现得更明显。

一是今年7月起，CPI的翘尾将下降到3%以下。4月CPI翘尾3.2%，新涨价因素只有0.1%，翘尾将继续是后面影响CPI同比的重要组成。根据计算，今年5月、6月CPI翘尾依然有3.2%和3.3%，但7月开始快速回落。



图表1：7月开始CPI翘尾将快速回落



资料来源：Wind，粤开证券

二是海外疫情扩散对出口的影响还没有完全体现，5月开始中国出口增速可能会明显回落，一些消费品在国内供过于求，从而有降价压力。

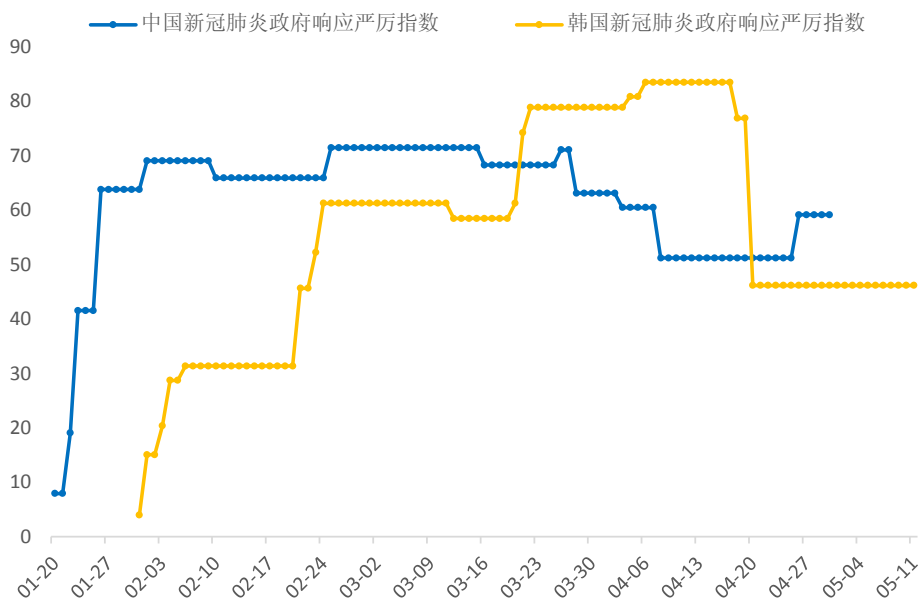
以美元计价的4月出口增速3.5%，高于前值-6.6%，也大幅高于市场预期的-16.5%。我们认为，除了口罩等医疗物资的推动外，更重要的是前期积压的订单在4月得到生产、运输和出口，后面这一点通过对比韩国出口可以清楚地看到。

同为出口导向型经济体，长期看中国和韩国的出口增速趋势大体一致。但今年2月-4月，中国的出口增速分别为-17.1%、-6.6%和3.5%，韩国的出口增速分别为3.8%、-0.7%和-24.3%，一上一下，分化明显。

这种分化来源于中、韩两国应对新冠疫情的严厉程度不一样，从而对两国企业的生产、运输和出口的影响时点不一致。牛津大学根据关闭学校、限制国内人口流动、管控国际旅行等11个指标，对77个国家和地区应对新冠疫情的严厉程度进行评估，编制出各国和各地区的新冠肺炎政府响应严厉指数（COVID-19 Government Response Stringency Index）。



图表2：中韩两国的新冠肺炎政府响应严厉指数



资料来源：Hale, Thomas, Sam Webster, Anna Petherick, Toby Phillips, and Beatriz Kira (2020). Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government. Data use policy: Creative Commons Attribution CC BY standard, 粤开证券

1月23日武汉封城,除湖北外的多个省市自治区也限制居民自由活动。相比于中国,韩国的隔离和管控措施相对温和一些。因此,1月下旬到3月下旬,韩国的新冠肺炎政府响应严厉指数要低于中国,对企业生产和运输的影响相对较小。

随着国内疫情的好转,相关管制措施开始放松。3月25日湖北除武汉解禁,4月8日武汉有序放开离汉通道,中国的新冠肺炎政府响应严厉指数开始下降并低于韩国,经济秩序开始逐步恢复。

2月和3月韩国的应对措施相对较松,对出口企业的影响要小一些,因此这两个月韩国的出口增速比中国高。3月下旬中国应对措施变得比韩国温和,前期积压的订单开始生产、运输和出口,这使得4月中国出口增速大超预期,并且远好于韩国的出口增速。

往后看,中国出口有较大压力。4月20日韩国放松了管制,但5月前10日韩国出口同比增速,从前值-18.9%大跌到-46.3%。在生产、运输等供给方面的约束消退后,海

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5268

